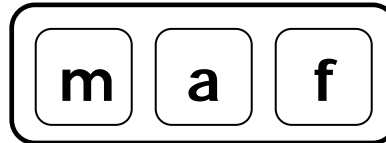


**UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS
MAESTRIA EN ADMINISTRACION FINANCIERA**



**LA CONDUCTA HUMANA Y
LAS DECISIONES FINANCIERAS**

Trabajo de Graduación presentado por:

BLANCA IRACEMA QUINTEROS JIMENEZ

Para optar al grado de:

MAESTRIA EN ADMINISTRACION FINANCIERA

Mayo de 2008

San Salvador, El Salvador, Centroamérica

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR



AUTORIDADES UNIVERSITARIAS

RECTOR : MÁSTER RUFINO ANTONIO QUEZADA SÁNCHEZ

SECRETARIO GENERAL : LIC. DOUGLAS VLADIMIR ALFARO CHÁVEZ

AUTORIDADES DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS.

DECANO : MÁSTER ROGER ARMANDO ARIAS ALVARADO

VICEDECANO : MÁSTER ÁLVARO EDGARDO CALERO RODAS

SECRETARIO : INGENIERO JOSÉ CIRIACO GUTIÉRREZ CONTRERAS

ADMINISTRADOR ACADEMICO: LIC. EDGAR ANTONIO MEDRANO MELÉNDEZ

ASESOR : MÁSTER MARVIN MAURICIO REGALADO CANJURA

TRIBUNAL EXAMINADOR : MÁSTER MARVIN MAURICIO REGALADO CANJURA

MÁSTER GUILLERMO VILLACORTA MARENCO

MAYO DE 2008

SAN SALVADOR

EL SALVADOR

CENTRO AMÉRICA

DEDICATORIA

Doy a gracias a Dios por bendecir mi vida y proveer para la misma, y por la fortaleza que durante estos últimos casi tres años me ha dado para realizar mis estudios de maestría.

A mi hijo amado, Miguel Alejandro, por acompañarme en el esfuerzo en este tiempo en el cual aportó con mucha valentía su respectiva cuota de sacrificio.

A mi familia: padre, madre, hermanos, tías, primos, primas y mis sobrinas y sobrinos queridos por su apoyo, oraciones y por creer en mí siempre.

A mis hermanos y hermanas en la fe, por sus oraciones y por darme siempre palabras de aliento para continuar hasta terminar esta meta.

A la comunidad completa de la MAF por haber aportado y colaborado en mi formación, y por los inolvidables momentos que compartimos.

A mis amigos, amigas, compañeros, compañeras de trabajo y a todos y todas las personas que de una u otra forma han estado conmigo en esta etapa de mi vida, gracias a todos.

Blanca Iracema Quinteros Jiménez

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN.....	II
I. MARCO TEÓRICO.....	1
1. LAS FINANZAS MODERNAS.....	1
2. MODELOS TEÓRICOS: EL CAPM Y LA HIPÓTESIS DE LOS MERCADOS EFICIENTES.....	2
3. EL SURGIMIENTO DE LAS FINANZAS CONDUCTUALES	4
4. PRINCIPALES EXPONENTES Y CRÍTICOS DE LAS FC.....	5
II. FINANZAS CONDUCTUALES.....	7
1. CONCEPTOS Y FUNDAMENTOS	7
2. SEGOS COGNITIVOS	9
3. PROCEDENCIA DE LOS SEGOS.....	17
4. SEGOS Y DECISIONES FINANCIERAS.....	18
III. ANÁLISIS DE CASOS.....	19
1. SUN MICROSYSTEMS	19
2. MERCK	24
IV. INTERACCIÓN DE LOS SEGOS Y MEDIDAS PARA CONTROLARLOS.....	30
1. ACTÚAN CONCERTADAMENTE.....	30
2. MEDIDAS PARA EVITAR LOS SEGOS	32
V. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....	36

Introducción.

La toma de decisiones es una importante pero difícil tarea a la cual se ven enfrentados permanentemente los gerentes y ejecutivos del más alto nivel. La teoría financiera tradicional afirma que el ser humano se comporta de manera racional al momento de tomar decisiones, es decir, a partir de análisis lógico de la relación costo – beneficio; y, en este marco, ha provisto a los tomadores de decisiones herramientas teóricas en los más destacados textos financieros de los últimos sesenta años.

Sin embargo, en la realidad del diario vivir, las personas no se comportan de manera tan racional como las finanzas tradicionales lo afirman, por el contrario, está demostrado que al momento de tomar decisiones, se comportan de manera muchas veces irracional y completamente impredecible, conduciendo en muchas ocasiones a la toma de decisiones fallidas, que se traducen en pérdida de valor de las empresas. El ser humano está formado por el cuerpo y la mente, y ambos componentes son indisociables; las emociones no pueden estar separadas del cuerpo y tienen sus respectivos efectos en la toma de decisiones.

Las finanzas conductuales son la rama de la economía que estudia cómo la conducta humana afecta la toma de decisiones en el campo de las finanzas. A través de estudios, investigaciones y análisis de casos prácticos presentan un conjunto de fenómenos que constituyen una serie de trampas o desvíos que el cerebro ha desarrollado a la largo de su proceso de evolución y que se conocen como sesgos cognitivos, los cuales ejercen influencia en la toma de decisiones.

El propósito de las finanzas conductuales es identificar y exponer todas esas trampas del cerebro, contribuir a tomar conciencia de la existencia de las mismas y de la influencia que tienen en los gerentes y entorno en el que se desenvuelven. Es muy claro que estos fenómenos no se pueden eliminar, pero, si se consigue identificarlos y controlarlos, se puede disminuir sus efectos en las decisiones financieras.

Este trabajo es un esfuerzo por analizar estos importantes aspectos de las finanzas, consta de cinco apartados. El primero presenta un marco teórico relacionado con las teorías financieras tradicionales, el surgimiento de las finanzas conductuales y los principales exponentes y críticos.

El segundo aborda aspectos conceptuales, exponiendo los fundamentos y la definición de los principales y más representativos sesgos psicológicos que el cerebro ha desarrollado, así como algunos aspectos relacionados con la procedencia y los resultados que producen cuando se toman decisiones bajo la influencia de los mismos.

En el tercer apartado se exponen dos casos de estudio de reconocidas empresas internacionales, analizando decisiones específicas que los ejecutivos han tomado de manera sesgada y el impacto que éstas han causado en el valor de la empresa. El cuarto se refiere a la interacción de los sesgos y presenta algunas medidas a considerar para controlarlos. Finalmente, en el apartado quinto, se presentan algunas conclusiones y recomendaciones derivadas del estudio.

I. Marco Teórico

1. *Las Finanzas Modernas*

Uno de los supuestos básicos de las finanzas convencionales¹ es el que afirma que las personas actúan racionalmente al buscar maximizar sus riquezas para su propio bienestar. De acuerdo a este supuesto, ni las emociones ni otros factores extraños pueden influir en las personas a la hora de hacer elecciones de carácter financiero.

Sin embargo, el comportamiento de las personas en el mundo real, en la mayoría de los casos no cumple con este supuesto; es más, muy frecuentemente el ser humano actúa de manera irracional. Por ejemplo, mucha gente compra billetes de lotería con la esperanza de algún día obtener el premio mayor. Desde un punto de vista probabilístico, no tendría sentido comprar estos billetes considerando que las posibilidades de ganar son extremadamente reducidas para los poseedores de los mismos (probabilidad de 1 en 146 millones o 0.0000006849%, en el famoso juego de lotería “Powerball Jackpot” en E.U.). A pesar de esto, millones de personas continúan gastando incontables cantidades de dinero en la compra de billetes de lotería.

Los fundamentos de las finanzas modernas yacen en los pilares de los principios del arbitraje, de Modigliani y Miller; la Teoría de Portafolios, de Markowitz; el Modelo de Valoración de Activos (CAPM), de Sharpe, Lintner y Black; y la Teoría de Valoración de Opciones de Black & Scholes y Merton. Todas estas son, de una u otra forma, convincentes ya que recurren al uso de herramientas encaminadas a construir un enfoque unificado que ofrezca respuestas a las diferentes interrogantes que se plantean las finanzas; consideran además, que los mercados son eficientes y altamente analíticos y normativos.

¹ Se entenderá por finanzas convencionales o teoría moderna de las finanzas, el conjunto de teorías que se fundamentan en el principio de racionalidad económica y que han dominado el campo de las finanzas en el último siglo.

El supuesto de que un actor representativo de los mercados económicos y/o financieros es racional, es en dos sentidos: en primer lugar afirma que las decisiones son tomadas en base a las proposiciones claras y evidentes del principio de la maximización de los resultados esperados; y, en segundo lugar, que los pronósticos se hacen sin ninguna clase de sesgos, debido a la disponibilidad de información que es natural en los mercados.

2. Modelos Teóricos: el CAPM y la Hipótesis de los Mercados Eficientes

En términos globales, el modelo CAPM y la Hipótesis de los Mercados Eficientes (HME), representan la máxima expresión de la racionalidad en la toma de decisiones. El CAPM es un modelo frecuentemente utilizado en la economía financiera. Sugiere que, cuánto mayor es el riesgo de invertir en un activo, tanto mayor debe ser su retorno para compensarlo.

La idea general del modelo es que los inversionistas necesitan ser recompensados en dos sentidos: el valor del dinero en el tiempo y el riesgo.

$$R_a = r_f + \beta_a (r_m - r_f)$$

Dónde:

r_f = Tasa libre riesgo

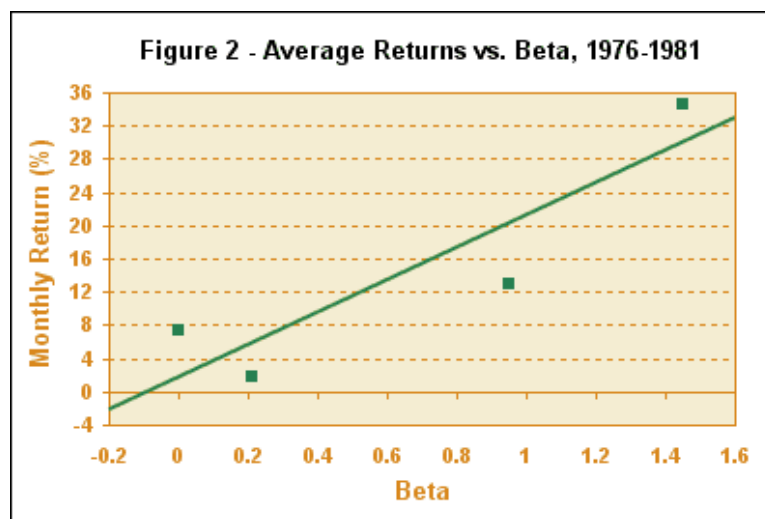
β_a = Beta del activo

r_m = Retorno esperado del mercado

El primero es representado por la tasa libre de riesgo y compensa al inversionista por colocar su dinero en alguna inversión por un período de tiempo. La otra mitad de la fórmula representa el riesgo y calcula el precio que el inversionista necesita como compensación por tomar un riesgo adicional.

A pesar de su importancia teórica, el modelo CAPM está basado en una serie de supuestos, entre otros, sobre las preferencias de los individuos, que dificultan su validez empírica. Es bastante simple, en resumen plantea que la única razón por la que un inversionista obtiene mayor rentabilidad, en promedio, es por invertir en un activo menos riesgoso que otro.

El principal punto de discusión en esta afirmación es la beta. Eugene Fama y Keneth French analizaron los retornos de las acciones de la Bolsa de Nueva York, la Bolsa Americana y el Nasdaq, entre 1963 y 1990, encontrando que, diferentes betas a lo largo del tiempo no explicaban el rendimiento de diferentes acciones. La relación lineal de las betas y los rendimientos de algunas acciones caía en períodos cortos de tiempo. Esto parecía indicar que el CAPM estaba equivocado. Fama, padre de la teoría de la HME, consideraba que constituye un importante triunfo teórico, pero a su vez un gran desastre empírico.



Source: Jagannathan, McGrattan, 1995 Copyright © 2006 Investopedia.com

La hipótesis de los mercados eficientes es la teoría que sostiene que es imposible ganarle al mercado; afirma que la eficiencia del mercado de acciones se debe a que los precios de éstas siempre incorporan y reflejan la información disponible o relevante. Ésto significa que las acciones siempre se transan de acuerdo a su valor correcto o justo; por lo tanto, un agente del mercado no puede comprar o vender un activo a un precio superior o inferior al

que debe tener. A pesar de que la HME es una piedra angular de la teoría moderna de las finanzas, es altamente controversial y con frecuencia cuestionada.

Mientras los defensores de esta teoría tratan de apuntar más argumentos para sustentarla, hay otro tanto igual o mayor de investigadores que afirman lo contrario. Por ejemplo, inversionistas como Warren Buffet le ha ganado consistentemente al mercado por largos períodos de tiempo, lo cual sería imposible de acuerdo a la HME. Otros también han llamado la atención sobre eventos como la crisis del mercado de acciones de 1987², considerándola evidencia de que los precios de las acciones pueden desviarse seriamente de su precio justo.

3. *El Surgimiento de las Finanzas Conductuales*³

Por un tiempo, tanto la evidencia teórica como empírica indicaron que el modelo CAPM, la HME y otras teorías racionales mostraron un respetable trabajo en términos de predecir y explicar ciertos eventos de carácter económico y financiero. Sin embargo, con el paso del tiempo los académicos empezaron a encontrar anomalías y comportamientos que no podían ser explicados por las teorías disponibles en ese tiempo. Mientras esas teorías podían explicar los eventos en el “mundo ideal”, el mundo real probaba ser un lugar desordenado, en el cual los participantes en el mercado con frecuencia se comportaban de manera impredecible.

En la práctica, hasta los más laureados CEO's de grandes corporaciones a nivel mundial han cometido errores, y éstos han llevado a las empresas a situaciones extremadamente difíciles, incluso a la quiebra. Esto motivó preguntas tales como: ¿porqué se han tomado

² En los mercados financieros, Lunes Negro es el acontecimiento sucedido el lunes 19 de octubre de 1987, en el cual los mercados de acciones alrededor del mundo colapsaron, perdiendo un gran valor en un corto período de tiempo. La caída inició en Hong Kong y se dispersó hacia el occidente pasando por Europa, llegando finalmente a golpear al mercado bursátil de E.U.. El Índice Industrial Dow Jones, cayó en más de 500 puntos, equivalentes a 22.6%. El Lunes Negro ha sido el más grande descenso porcentual que en un día ha tenido el mercado de acciones en la historia.

³ El Término en Inglés es “Behavioral Finance” y la traducción más aceptada al español es “Finanzas Conductuales”.

decisiones equivocadas?, ¿qué es lo que ha motivado que los altos ejecutivos cometan tantos errores, a pesar de la disponibilidad de herramientas teóricas para la toma de decisiones estratégicas?.

Existe un elemento o factor que seguramente muchos académicos ignoraron, pero que está presente en todo esto e influye fuertemente en la difícil pero importante tarea de tomar decisiones, este es, el cerebro humano.

El cerebro humano es realmente impresionante, fascinante y maravilloso. A través del desarrollo y la evolución de la humanidad, ha mostrado ser un órgano con habilidades extraordinarias, ha desarrollado mecanismos para sobrevivir en condiciones incluso salvajes. Sin embargo, no es una máquina racional de cálculo, como muchas veces se ha considerado; en el devenir del tiempo ha desarrollado simplificaciones, atajos, desvíos, sesgos y hasta malos hábitos, los que hoy en día nos crean ciertas dificultades y nos hacen malas jugadas a la hora de tomar decisiones.

Todos estos fenómenos, motivaron el interés de algunos psicólogos de estudiar rigurosamente el comportamiento del ser humano ante la difícil tarea de tomar decisiones. Surge entonces la Economía Conductista - EC y, dentro de esta, la rama de las Finanzas Conductuales – FC, que se enfocan en el estudio de todos estos fenómenos.

4. Principales Exponentes y Críticos de las FC

Como en cualquier otra de las ramas de las finanzas, el campo de las FC cuenta con investigadores que han brindado importantes aportes tanto teóricos como prácticos. Los más grandes exponentes de esta teoría son los psicólogos cognitivos Daniel Kahneman y Amos Tversky, considerados los padres de la EC y las FC.

Iniciaron sus trabajos a finales de los años sesenta y desde entonces han publicado alrededor de doscientos trabajos, la mayoría de los cuales se refieren a conceptos psicológicos y sus implicaciones en las decisiones financieras. En el año 2002, el señor

Khaneman recibió el Premio Nóbel de Economía⁴ por sus estudios sobre el principio de racionalidad en la economía. Ha enfocado mucho de sus investigaciones en los desvíos del cerebro que conducen a las personas a comportarse de manera irracional e impredecible.

El trabajo más notable y conocido de estos psicólogos es el denominado “Teoría de las Expectativas”. Esta trata de cómo las personas valoran las ganancias y las pérdidas de manera muy diferente y de cómo toman sus decisiones en base a ganancias percibidas en lugar de pérdidas percibidas. Explica que, si a una persona se le presentan dos alternativas, que en rigor son exactamente iguales, una en términos de posibles ganancias y la otra en términos de posibles pérdidas, las personas escogerían la primera.

Otro destacado exponente de las FC es el economista Richard Thaler, quien durante sus estudios se dio cuenta cada vez más y más, de las limitantes de las teorías económicas convencionales al relacionarlas con la conducta humana. Después de leer una versión en borrador del trabajo de Khaneman y Tversky, aquel se dio cuenta de que, a diferencia de la teoría convencional, la psicología podría explicar la irracionalidad en el comportamiento.

Las finanzas conductuales han estado ganando apoyo a lo largo de los años, pero eso no significa que no tenga críticos, de hecho los tiene y muy definidos. Algunos de los defensores de la HME son, igualmente, sus críticos más severos. El mayor de ellos es Eugene Fama, fundador de la TME.

En su artículo titulado “Eficiencia de Mercado, Retornos de Largo Plazo y Finanzas Conductuales”, 1988, Fama argumenta que muchos de los hallazgos de las FC parecen contradecirse unos con otros, y, con todo, éstas parecen por si mismas una colección de anomalías que pueden ser explicadas por la TEM.

Fama sostiene que, si bien es cierto que existen algunas anomalías que no pueden ser explicadas por la teoría financiera moderna, la eficiencia del mercado no debería de ser

⁴ Primera vez en la historia que el Premio Nóbel de Economía es otorgado a un psicólogo.

totalmente abandonada a favor de las finanzas conductuales. Es más, considera que muchas de las anomalías encontradas en las teorías convencionales podrían ser consideradas oportunidades para el corto plazo, que son eventualmente corregidas a través del tiempo.

II. Finanzas Conductuales

1. *Conceptos y Fundamentos*

Las finanzas conductuales son relativamente un campo nuevo que busca combinar comportamiento y teoría psicológica cognitiva con la economía y finanzas convencionales, a fin de proveer explicación al fenómeno de porqué la gente toma decisiones financieras irracionales; todas las personas están afectadas por los sesgos psicológicos, esas desviaciones que el cerebro ha desarrollado y que en diferentes momentos de la vida influyen fuertemente la toma de decisiones.

Las finanzas tradicionales consideran este fenómeno algo irrelevante, sosteniendo que las personas son totalmente racionales a la hora de tomar decisiones y que, siempre buscan aumentar su riqueza, lo cual se refleja en los distintos modelos teóricos. En cambio las FC, son la rama de la economía que estudia cómo es el comportamiento de las personas a la hora de tomar decisiones de carácter financiero. Se incluyen a todos los agentes que se desenvuelven en los mercados: inversionistas, agentes de mercado, CEO's, entre otros.

La mayoría de autores y estudiosos de las FC, están de acuerdo en que unos pocos fenómenos psicológicos dominan el panorama completo de las finanzas. A manera de aclarar este punto, Hersh Shefrin⁵ ha organizado estos fenómenos en tres grande temas, los cuales plantea a partir de una pregunta de definición, y brindando respuestas diferentes a las que proporciona la teoría financiera tradicional. Los tres temas en cuestión son:

⁵ Shefrin, Hersh. "Beyond Greed and Fear" published by Oxford University Press, Inc. 2002.

1. ¿Los profesionales cometen errores porque confían en reglas de dedo?. La respuesta de las FC a esta pregunta es si; por el contrario, las finanzas tradicionales dicen que no. Las primeras reconocen que, para procesar la información, los profesionales usan reglas de dedo llamadas heurística. Ésta es un método, generalmente informal, para ayudar a resolver problemas, se usa para tomar decisiones rápidas que son aceptadas razonablemente como lo más cercano a la respuesta correcta, son juicios intuitivos. En contraste, las finanzas tradicionales afirman que cuando los profesionales procesan información usan herramientas estadísticas apropiada y correctamente para tomar decisiones. El tema número uno a considerar es la heurística.
2. ¿Influye la forma, tanto como la sustancia, a los profesionales?. Por forma se entiende la descripción o marco mediante el cual se plantea un problema para tomar decisiones. Las FC afirman que, además de las consideraciones objetivas, las percepciones sobre riesgo y retorno de los profesionales están altamente influidas por el marco de referencia en el cual es presentado el problema. Por el contrario, las finanzas tradicionales sostienen la independencia del marco de referencia, es decir, que los ejecutivos toman sus decisiones con toda transparencia, con un lente objetivo sobre el riesgo y el retorno. El segundo tema es la dependencia del marco.
3. ¿Afectan los errores y marcos de decisión a los precios establecidos en el mercado?. Las FC sostienen que la heurística y los marcos de referencia provocan que los precios de mercado se desvíen de sus valores fundamentales. En este sentido Shefrin asigna como tercer tema la ineficiencia de los mercados. Las finanzas tradicionales afirman, por el contrario que los mercados son eficientes.

Estos tres temas vienen a resumirse en dos aspectos fundamentales de las FC: los sesgos cognitivos y los límites del arbitraje. Los primeros se refieren a todas las distorsiones de la mente humana que son difíciles de evitar y que conducen a una percepción, a un juicio, y a confiar o depender sistemática e involuntariamente de estos desvíos de la mente, más bien que de la realidad.

Sesgos cognitivos son cualquiera de los efectos del observador que desvían la fiabilidad de las evidencias, estos efectos dependen en gran medida de la subjetividad del observador. Los sesgos generalmente conducen a falsas conclusiones. En su origen la palabra significa torcido, cortado. Surgen de varios aspectos de la vida de las personas, como la lealtad, falta de atención, entre otras; son difíciles de codificar o separar. Los primeros en identificarlos fueron Kahneman y Tversky, mientras investigaban el comportamiento económico.

Algunos investigadores posteriores, tales como David Funder⁶ y Joachim Krueger⁷ han sugerido la posibilidad de ver los sesgos, no como errores, sino como una especie de cortocircuitos o atajos que ayudan a los humanos a la hora de predecir y tomar decisiones, sobre todo cuando no hay mucha información. Por ejemplo, el sesgo de efecto de falso consenso describe la tendencia general de ver las propias actitudes y conductas como comunes, apropiadas y normales; mientras que observamos las conductas y actitudes ajenas como inapropiadas, poco comunes y desviadas.

En cuanto a los límites del arbitraje, se refiere a las circunstancias en las cuales las fuerzas del arbitraje son efectivas y cuando no. De acuerdo a las FC, es posible ganarle al mercado; no es cierto que éste es perfecto, por el contrario, el precio de los activos está influido por decisiones personales sesgadas.

2. *Sesgos Cognitivos*

Los sesgos cognitivos no son un fenómeno atribuible exclusivamente a las finanzas. Están presentes en el ser humano de forma permanente, y, en la mayoría de los casos, no nos

⁶ David Funder es Profesor de psicología de la Universidad de California en Riverside. Es editor de la Revista “Investigaciones y Personalidad” y ex director asociado de la Revista “La Personalidad y la Psicología Social”. Es ampliamente conocido por sus investigaciones en el tema de juicios de personalidad y otros temas relacionados

⁷ Psicólogo, recibió un PhD de la Universidad de Oregon. Sus investigaciones han sido en el campo del razonamiento intuitivo en el contexto social, que incluyen percepciones personales, percepciones y relaciones intergrupales, así como el comportamiento ante dilemas sociales.

damos cuenta de cuánto están influyendo la toma de decisiones en todas las áreas de la vida. A continuación se detallan los principales sesgos identificados por las FC.

Optimismo Excesivo: sobreestimar la frecuencia de experimentar resultados favorables y subestimar la de los que son desfavorables. Muchos ejecutivos tienden a ser excesivamente optimistas y establecen proyecciones muy positivas a partir de sucesos favorables que han experimentado en el pasado. Al hacer esto, consideran que los buenos resultados estarán siempre presentes en sus gestiones, ignorando asuntos objetivos que pueden contrastar su decisión basada en éxitos anteriores.

Exceso de Confianza: las personas se ven a sí mismas mejores de lo que realmente son o en relación al promedio. El cerebro humano está programado para hacer sentir a las personas muy confiadas, lo cual no es malo, por el contrario, puede ser muy positivo. Pero puede también inducir a un sentimiento de exagerada confianza en la habilidad para hacer estimaciones y conducirnos a sobrevalorar las habilidades propias.

Un estudio sobre el mal comportamiento realizado en 2006, encontró que el 74% de 300 gerentes de fondos profesionales encuestados creían que habían tenido rendimientos arriba del promedio en su trabajo. Del restante 26% encuestado, la mayoría se ubicaron en el promedio. Increíblemente, casi el 100% del grupo creía que sus rendimientos en el trabajo estaban en el promedio o arriba del promedio. Los resultados mostraron claramente que solamente el 50% de la muestra podía estar arriba del promedio, lo que indica el irracionalmente alto nivel de sobreconfianza que estos gerentes mostraron.

Si se entiende el exceso de confianza como la sobreestimación o exageración que hace uno mismo de las habilidades que tiene para lograr éxito en alguna área o tarea específica, debe considerarse que no es un rasgo que aplica solamente a los gerentes de fondos. Es importante mantener presente que hay una pequeñísima línea divisoria entre la confianza y el exceso de confianza. La primera implica confiar de manera realista en las habilidades

propias, mientras que, la segunda, usualmente implica una evaluación demasiado optimista de nuestros conocimientos o control sobre una situación.

Evidencia Corroborante: Las personas dan muchísima importancia a la información que confirma sus puntos de vista y rechazan los que van en contra de éstos. De acuerdo a los estudiosos de las FC, hay dos fuerzas psicológicas fundamentales que funcionan en este caso: la primera es la tendencia del ser humano a decidir subconscientemente qué es lo que quiere hacer antes de entender o comprender porqué quiere hacerlo. La segunda es nuestra inclinación a ocuparnos más de las cosas que nos gustan que de las que nos desagradan. Esta es una tendencia bien documentada, incluso de los bebés.

Ilusión de Control: las personas sobreestiman su propia capacidad de controlar los eventos o algún acontecimiento. Cuando un gerente toma una decisión, el resultado normalmente depende de una combinación de suerte y habilidades. En general, los ejecutivos tienen una exagerada visión de cuánto pueden ellos ejercer control sobre los resultados. Estudios psicológicos han encontrado que un incremento en el control percibido sobre una situación, conduce a aumentar los niveles de optimismo excesivo.

Representatividad: juicios basados en pensamientos estereotipos, preguntando cuán representativo es un objeto o idea dentro del tipo o clase a la cual pertenece. Las personas tienden a juzgar la probabilidad de un evento, encontrando alguno conocido que sea comparable y asume que la probabilidad de que ocurra es similar a la de éste; la principal falsedad en este asunto es, asumir que la similitud en algunas cosas conduce necesariamente a similitud en otras.

Un ejemplo que puede ilustrar este sesgo, es: si conozco a tres personas que trabajan en una empresa y esas personas son agresivas, por lo tanto asumo que la empresa en su conjunto maneja una cultura de agresividad y pienso que todo el personal es agresivo.

Información Disponible: sobrevalorar información obtenida fácilmente y que es intuitiva respecto a información que es menos sobresaliente y más abstracta. Este es un sesgo que se presenta mucho en las personas, un ejemplo muy ilustrativo es el siguiente: ¿cuál es la causa más frecuente de muerte en Estados Unidos: homicidios o ataques al corazón? ¿cómo se responderá a esta interrogante? La mayoría de las personas recurrirá a información que tenga disponible según la haya obtenido.

Normalmente, los medios de comunicación masivos proporcionan muchas noticias sobre muertes ocurridas por homicidio, lo cual realmente sucede; y muy poco, o casi nada, sobre muertes por ataques al corazón; entonces, las personas responderán que la mayor causa de muerte son los homicidios. ¿Cuál es la respuesta correcta?. Los ataques al corazón. De hecho, éstos ocurren once veces más frecuentemente que los homicidios.

Anclaje: formarse un estimado a partir de una información inicial, y adaptarlo para que refleje nueva información o circunstancias. Este es uno de los desvíos más peculiares del cerebro humano, es muy común y algunas veces pernicioso. Se le brinda una información o dato al cerebro, y, seguramente, al tomar una decisión, la mente le otorgará a ese dato un peso desproporcionado y por tanto la decisión estará fuertemente sesgada por el mismo.

Un ejemplo sencillo de esta trampa, que se ha aplicado en varios estudios mediante la formulación de dos preguntas es el siguiente: ¿Es la población de México superior a 100 millones?. ¿Cuál es su mejor estimación de la población de México?. La mayoría de personas ha respondido influida por el dato de 100 millones. Si ese número se aumenta o disminuye, así se modifican también las respuestas en ambos sentidos, según corresponda.

La trampa del anclaje puede tomar muchas formas. Pueden ser muy simples y en apariencia inofensivas, como el comentario de un compañero de trabajo o un dato estadístico publicado. Pero también pueden ser muy insidiosas y dañinas, como por ejemplo un estereotipo del color de la piel, el acento o vestimenta de la persona.

Por otro lado, el anclaje puede ser una herramienta de mucho poder para ciertas estrategias. En el área de ventas, puede funcionar como una excelente táctica de regateo. Si se propone un producto o plantea un negocio dando un precio alto, esto ancla la mente del comprador y negociará en función del primer dato que ha captado su cerebro. En los negocios uno de los anclajes más dañinos es cuando se hacen pronósticos en función de datos pasados, ya que pueden tomarse decisiones basadas en esta información y obviar otros elementos que pueden dar señales importantes para decidir.

Aversión a Perder: cuando una persona sufre una pérdida financiera no quiere seguir asumiendo riesgos de esa naturaleza. Es muy frecuente que si alguien ha apostado y pierde dinero, si se le invita a volver a apostar evita hacerlo. A este sesgo también se le llama “efecto mordedura de serpiente”. Normalmente las personas no son mordidas por serpientes, pero cuando alguien lo es, se vuelve más cauteloso con estos animales.

La aversión a perder está también muy relacionada con el marco en el cual es descrito el problema. Los investigadores de la toma de decisiones han documentado tipos de marcos que distorsionan la toma de decisiones muy frecuentemente. Uno de estos es el de los marcos de ganancias versus marcos de pérdidas, que consiste en presentar el problema y luego, posibles soluciones en pares, que son exactamente iguales, pero se presentan de diferente forma.⁸ Las respuestas están fuertemente sesgadas por la forma en la cual se plantean y a través de estas pruebas se ha llegado a comprobar la aversión a perder.

Aversión a una Pérdida Segura: las personas escogen o deciden aceptar un riesgo parcial seguro, intentando evadir una pérdida segura. Kahneman y Tversky en su teoría de las expectativas, demostraron este sesgo a través de una de sus usuales preguntas de decisión. Un ejemplo es: supóngase que una persona está frente a la posibilidad de elegir entre: (1) aceptar una pérdida segura de \$7,500.00; ó (2) escoger entre el 75% de certeza de perder \$ 10,000.00 y (3) un 25% de certeza de no perder nada.

⁸ Esta prueba se basa en el experimento clásico de Kahneman y Tversky en su trabajo: la Teoría de las Expectativas, que consiste en hacer las llamadas preguntas de decisión.

La expectativa de pérdida es igual en ambos casos: \$ 7,500.00. Pero, ¿cuál de las dos opciones escogen las personas?. La mayoría escoge la segunda; ¿porqué?. Porque la gente no quiere perder y la primera opción está planteada en términos de una pérdida segura.

Asimismo, las personas enfrentan con mayor agudeza una pérdida que una ganancia de la misma magnitud. Los autores encontraron que el impacto de una pérdida es uno y medio más grande que el de una ganancia de la misma magnitud. En palabras más sencillas, una pérdida y una ganancia de la misma magnitud, no causan el mismo “dolor”.

Statu Quo: tendencia o preferencia de las personas a dejar las cosas tal cual están. Así como en las leyes de la física, que dicen que un objeto que está en reposo permanece en reposo; al momento de tomar decisiones, las personas prefieren quedarse donde están que cambiarse. El origen de la trampa del statu quo yace en lo profundo de psiquis de las personas, en el deseo de proteger el ego del daño que se le pueda causar.

Apartarse del statu quo significa actuar y cuando actuamos asumimos riesgos, exponiéndonos de este modo a las críticas y al arrepentimiento; por lo tanto, no es extraño que el ser humano evite hacer cambios. Apegarse a un statu quo, representa en la mayoría de los casos, el curso más seguro ya que tiene menos riesgos psicológicos.

En los negocios, en donde hacer algo tiende a ser más severamente castigado que no hacer nada, la trampa del statu quo es, particularmente atractiva. Un ejemplo muy claro es cuando se han realizado fusiones; muchas fracasan porque la empresa adquiriente evita adoptar acciones rápidas para imponer una nueva y más adecuada estructura de la alta dirección de la empresa adquirida. El razonamiento típico es: “no hagamos olas por ahora”, “es mejor esperar hasta que la situación se estabilice”. Sin embargo, a medida que pasa el tiempo, la estructura existente se afianza cada vez más y luego será más difícil modificarla. En este ejemplo, la alta dirección queda atrapada en el statu quo, al no hacer los cambios en el momento que tiene la oportunidad de hacerlos.

Costo Hundido: un sesgo muy asentado en el ejecutivo financiero es tomar decisiones justificadas a partir de elecciones pasadas aun cuando éstas ya no son válidas. Muchos profesionales han caído en esta trampa; por ejemplo, cualquier gerente pudo haber realizado enormes esfuerzos para mejorar el desempeño de un empleado a quien sabía que nunca debió haber contratado.

Las decisiones pasadas se convierten en costos hundidos: antiguas inversiones de tiempo o de dinero que se han vuelto irrecuperables. Aunque en términos racionales los costos hundidos son irrelevantes para tomar una decisión presente, están presentes en la mente y pueden conducir a tomar decisiones equivocadas. Normalmente las personas no se quieren deshacer de decisiones pasadas porque no están dispuestas a admitir un error.

Una mala acción en la vida privada es cuestión que involucra nada más la autoestima personal; pero cuando se trata de los negocios, y, sobre todo de grandes corporaciones, estos errores son del conocimiento público y la persona se vuelve objeto de críticas y señalamientos por parte de colegas y jefes. Por ejemplo, si un ejecutivo contrata a una persona para determinado puesto y después la despide porque tiene mal desempeño, está haciendo una admisión pública de su mal juicio. Psicológicamente, es más seguro dejar al empleado o empleada aunque esto solamente agrava el error cometido.

En ocasiones, la cultura corporativa refuerza esta trampa. Si el castigo por una mala decisión es muy severo, entonces el ejecutivo tratará de dejar que pase el tiempo y que los proyectos fallidos se arrastren por siempre, con la vana esperanza de que de alguna forma serán capaces de convertirlos en éxitos. Todos los ejecutivos tienen que reconocer que en un mundo tan incierto, en el cual los eventos impredecibles son muy comunes, aun las mejores decisiones pueden llevar a malos resultados. Al reconocer que algunas ideas podrían terminar en fracaso, se alentaría a los ejecutivos a reducir sus pérdidas en lugar de dejar que estas se acumulen.

Contabilidad Mental: Richard Thaler acuñó este término, definido como la inclinación a clasificar y tratar al dinero distintamente dependiendo de donde venga, de donde se consiga y de cómo se gaste. Por ejemplo, los apostadores que pierden sus ganancias obtenidas en un juego, normalmente sienten que no han perdido algo, y se consuelan con pensar que pudieron haber sido más ricos al haber dejado de jugar mientras ganaban.

Otra situación que ejemplifica este sesgo es la siguiente: muchas personas mantienen un presupuesto familiar en el que incluyen los gastos de alimentación en la casa y los de entretenimiento. En el presupuesto de casa, no incluyen camarones y langostas pues estos productos son muy caros, pero sí incluyen pescado. Sin embargo, si comen fuera de casa, en un restaurante ordenan camarones y langosta, a pesar de que un plato de pescado es más barato. Si ellos hicieran lo contrario, ahorrarían dinero. Pero actúan de esa manera debido a que piensan separadamente de la comida en casa y de la comida en un restaurante y de esta forma limitan la comida en casa.

En el mundo de los negocios la contabilidad mental está presente en las salas de las juntas directivas, aun en aquellas empresas donde son muy conservadores y racionales. Por ejemplo cuando se impone muy rigurosamente costos de capitalización a un core business⁹, mientras se gasta alegre y desmedidamente en una start-up¹⁰. En algunas instituciones financieras inglesas por ejemplo, durante la era del internet, algunas firmas cuyo core business eran negocios detallistas, enfrentaron serias restricciones para invertir en ellos, aun cuando fuese muy razonable hacerlo. Por el contrario, sus iniciativas de negocios en la red de start-ups, recibían fondos con mayor flexibilidad y libertad. Posteriormente, esas instituciones debieron registrar como pérdidas de capital muchas de sus operaciones en estas start-ups; y, por otra parte, volvieron a reforzar sus bajas inversiones en sus detallistas, las cuales habían descuidado en el pasado reciente.

⁹ Negocio principal, el corazón de un negocio, lo que caracteriza a una empresa, su Know-How.

¹⁰ Start-up son aquellos emprendimientos que normalmente surgen de mentes brillantes, en “garages”, pero que después se vuelven sumamente exitosas.

3. *Procedencia de los Sesgos.*

Todos estos desvíos o atajos a los que recurre el cerebro para tomar decisiones, son causados o propiciados por un conjunto de situaciones presentes en el ser humano, la mayoría de carácter emotivo.

Una persona que es muy inteligente, con gran capacidad, actitudes de arrogancia, y, que ha tenido una serie de éxitos reconocidos en su trayectoria profesional, tiende a desarrollar exceso de confianza, optimismo excesivo, e ilusión de control. Estas personas se consideran más inteligentes y capaces de lo que realmente son y creen estar por encima del promedio de personas. Los rasgos psicológicos personales provocan actitudes sesgadas.

Es frecuente escuchar a ciertas personas decir que cuando están enojadas prefieren no hablar pues si lo hacen, quien habla son sus “vísceras”. Efectivamente, una decisión puede ser tomada bajo los efectos de un determinado estado de ánimo, posiblemente circunstancial, pero igualmente perjudicial. Puede ser una alegría, una tristeza, un sentimiento de culpa, entre otros; situaciones que, con frecuencia influyen en la toma de decisiones del día a día de los gerentes, no solamente en el área financiera, sino todas las áreas de gestión de la empresa.

Las impresiones fuertes por acontecimientos especiales también conducen a la toma de decisiones fallidas. Una gestión con resultados muy exitosos permite a un alto ejecutivo ganarse el respeto y credibilidad de sus gerentes y junta directiva. Esto puede conducir posteriormente a tomar decisiones equivocadas, por exceso de confianza, adquirida gracias a sus éxitos pasados y haciendo a un lado evidencias que indicaban señales de alerta¹¹.

Asimismo, las personas suelen preferir las cosas tal cual están, prefieren mantener las costumbres y tradiciones, lo cual está muy relacionado con el statu quo. Ésto se presenta mucho en las empresas familiares, y cuando se efectúan fusiones y adquisiciones. Al estar

¹¹ Ver detalles en caso Sun Microsystems, que se presenta más adelante referidos a su CEO Scott McNealy.

muy familiarizado con un proceso por ejemplo, se crea una costumbre y eso sesga el cerebro en un momento en el que se necesita actuar de forma diferente. El mundo de los negocios está cambiando permanentemente, las cosas no siempre suelen hacerse como es la costumbre, más bien, este mundo globalizado exige cada vez más creatividad e innovación para tener éxito en el complejo entorno de los negocios.

Muchos pueden ser los factores que determinan nuestras actitudes sesgadas a la hora de tomar decisiones, hasta los efectos causados por una comida pueden determinar la decisión final de un ejecutivo. Ésto no es hipotético, de hecho, los investigadores de las finanzas conductuales han realizado pruebas con el método de preguntas de decisión, exponiendo a las personas a la toma de decisiones antes y después de haber comido dulces. Los resultados son totalmente distintos.

4. *Sesgos y Decisiones Financieras.*

La presencia de los sesgos psicológicos al momento de tomar decisiones en la vida no se puede negar; en las decisiones cotidianas de la vida, como el presupuesto de gastos de la casa, la compra de un bien o servicio, la ruta que se tomará para llegar a cierto destino, y otras, están en mayor o menor escala influidas por las trampas del cerebro.

En las finanzas, como ya se ha mencionado, son también una realidad innegable y comprobada; reglas de dedo, sesgos y efectos del marco de referencia le impiden a los gerentes hacer el mejor uso de las herramientas de las finanzas tradicionales, conduciéndolos muchas veces a la toma de decisiones erróneas que destruyen valor.

Los gerentes se inclinan a elegir proyectos de valor presente neto negativo debido a su excesivo optimismo acerca de pronósticos futuros de sus empresas, basados muchas veces en éxitos obtenidos en el pasado. También conduce a experimentar un exceso de confianza respecto a los riesgos que van a enfrentar; descartan información que no apoya sus propios puntos de vista y exageran el control que ejercen sobre los resultados finales.

En lo que respecta a heurística o reglas de dedo, los gerentes son propensos a tomar decisiones equivocadas respecto al uso de los fondos, debido a que, fijan su confianza en pensamientos estereotipos, otorgan demasiado énfasis a información que está disponible fácilmente, y poniendo demasiado énfasis en los análisis propios, otorgándole mucho peso a la intuición.

En cuanto a marco de referencia, los ejecutivos se inclinan a decisiones equivocadas en materia de política de inversión y financiamiento porque son, indudablemente, sensibles a potenciales pérdidas y les resulta difícil aceptar pérdidas que saben que ya han ocurrido.

Todos los gerentes necesitan estar concientes de que los fenómenos psicológicos conducen al inversionista a cometer errores que se convierten en pérdida de valor para la empresa. Evitar los sesgos es un gran reto que generalmente requiere de un enfoque disciplinado y sofisticado de toma de decisiones.

En el anexo No. 1, se presenta un cuadro que contiene algunos ejemplos de los resultados que puede obtener una firma por decisiones erróneas tomadas de manera sesgada.

III. Análisis de Casos

1. *Sun Microsystems*¹²

En julio de 2004, la revista *Business Week* publicó un artículo dedicado a Scott McNealy, CEO de la empresa Sun Microsystems, reconocida por su liderazgo en la fabricación de

¹² Citado por Shefrin, Hersh. "Behavioral Corporate Finance: Decisions that Create Value". McGraw-Hill Irwin. Primera Edición. 2007

servidores y por la invención del Java, lenguaje de programación en Internet. El artículo lo describe como una persona optimista, inteligente, brillante, acertada y arrogante.

McNealy es uno de los fundadores de la empresa y se convirtió en su CEO en 1984. Ha enfrentado grandes retos, y riesgos con tal de llevar a la empresa al éxito. Se le reconocen decisiones acertadas, tales como la tomada en la década de los ochenta, de sustituir el microprocesador inventado por Sun Microsystems a cambio de uno producido por Motorola. En los 90's los competidores de la empresa producían servidores que utilizaban el sistema operativo de Microsoft Windows. McNealy a cambio, decidió invertir en servidores que corrían un software propio de la empresa llamado Solaris. Ambas decisiones han sido calificadas como excelentes y los resultados que proporcionaron a la empresa fueron altamente exitosos.

En el año 2001, la recesión en Estados Unidos indicaba la necesidad de tomar decisiones propias de una etapa de recesión, tales como el recorte o disminución de costos. Sin embargo, McNealy se resistió a tomar medidas que disminuyeran el impacto del fenómeno económico en la empresa.

Shefrin analiza las decisiones de Scott McNealy, encontrando como los sesgos estuvieron presentes en las mismas y el impacto que éstas tuvieron en el valor de la empresa.

La revista incluye entre los adjetivos que describen a McNealy el de “optimista”, como uno de sus rasgos personales. Esta característica lo llevó a retrasar la decisión de recortar costos durante la recesión económica de 2001. La evidencia general muestra que las personas que durante un momento de recesión piensan que la economía va a mejorar son el doble de optimistas que aquellas que piensan que la economía va a empeorar o al menos, mantenerse igual. McNealy manifestó en varias ocasiones, mostrando una excesiva confianza, que la recesión sería por un breve tiempo y que pasaría pronto.

La Oficina de Investigaciones Económicas de los Estados Unidos¹³, es la entidad oficial responsable de determinar cuándo inicia y termina una recesión económica. Para 2001, indicó que la recesión inició en marzo y finalizaría en noviembre de ese año, período que no es breve y tampoco atípico.

Entre los años de la Segunda Guerra Mundial y el año 2000, el promedio de duración de una recesión en Estados Unidos fue de 11.6 meses. Durante estas recesiones la inversión doméstica tendía a caer durante doce meses. La última recesión antes de 2001 ocurrió en 1990 – 1991 y se caracterizó por tener crecimientos negativos en el Producto Interno Bruto real. Durante ésta, la inversión real doméstica cayó por un período de doce meses.

¿Qué se puede concluir? No había nada en los registros históricos que indicara que la recesión iba a ser breve. La conclusión más razonable que se puede hacer es que las predicciones de Scott McNealy estaban sesgadas en dirección a un optimismo excesivo, conduciéndolo a retrasar la decisión de recortar costos y destruir valor en su empresa.

Otro adjetivo que usó la *Business Week* para describir a McNealy es “creído” e “inteligente”. El primero es síntoma de exceso de confianza. Las personas que tienen esta característica son, indiscutiblemente, inteligentes; el problema es que, creen que son más de lo que realmente son. Las personas pueden adquirir exceso de confianza a raíz de éxitos obtenidos en eventos pasados. McNealy había alcanzado mucho éxito en el pasado, particularmente con la decisión de apoyar el software Solaris, propio de Sun Microsystems, en lugar del de Microsoft.

Los gerentes sobre confiados tienden a tomar decisiones equivocadas respecto a inversiones y a fusiones y adquisiciones, especialmente si sus firmas tienen mucha liquidez. En el año 2000 McNealy incrementó la partida de investigación y desarrollo y adquirió la empresa Cobalt, fabricante de servidores de bajo costo. Ambas decisiones resultaron en dramáticas reducciones del valor de mercado de la acción de la empresa.

¹³ The National Bureau of Economic Research (NBER).

Asimismo, McNealy tuvo exceso de confianza respecto a su conocimiento sobre la duración de los ciclos económicos en E.U.. Estaba seguro de que la recesión de 2001 sería muy breve y que, a una caída del precio de las acciones, le seguiría una subida inmediata. Sin embargo, los datos históricos del comportamiento de los ciclos económicos indicaban otra cosa; a partir de lo planteado se concluye que este CEO actuó con exceso de confianza.

Con frecuencia los gerentes escuchan solamente lo que quieren escuchar. Invierten mucho tiempo buscando razones que apoyen sus propios puntos de vista y muy poco tiempo a aquella información que confronte lo que ya tienen previamente pensado o decidido.

El artículo menciona que a finales del año 2000, ejecutivos de Sun Microsystems se dieron cuenta de que las ventas de la industria, lideradas por la empresa Cisco Systems, fueron decayendo dramáticamente, razón por la cual empezaron a proponer que se pusiera en marcha en Sun un programa de recorte de costos. En marzo de 2001, Cisco Systems recortó su fuerza laboral en un 18%. Sin embargo, toda esta información no confrontó el punto de vista de McNealy de que la recesión económica sería corta.

A pesar de las recomendaciones de sus ejecutivos del más alto nivel, McNealy rechazó la aprobación de cualquier plan de reducción de costos. Sin duda, el sesgo de la evidencia corroborante afectó a McNealy llevándolo a tomar decisiones fallidas que produjeron una dramática pérdida de valor de la empresa. Escuchó lo que quería escuchar e hizo caso omiso de la información que contradecía su punto de vista.

Cuando un gerente toma una decisión pensando que las ganancias o buenos resultados dependen de una buena combinación de suerte y habilidades, entonces muestran lo que los conductistas denominan ilusión de control. La BW también describe la decisión que los gerentes de Sun debían tomar en 1997: usar su propio microchip para sus servidores o usar

el chip de Intel. En ese año, Sun Microsystems podía comprar el chip de Intel por un precio 30% menor de lo que le costaba su propio chip comparable.

A pesar de que muchos de los ejecutivos de Sun deseaban comprar el chip de Intel en vez de hacer el propio, Scott McNealy sentía que el grupo de diseño de chips de la empresa, podía ejercer suficiente control y hacer que esa brecha del 30% del costo se estrechara. En una pequeña reunión McNealy dijo que Sun nunca se caracterizaría por el mensaje “Intel inside”. Siete años más tarde, el chip Intel era dos veces más rápido que aquellos producidos por Sun. Retrospectivamente, McNealy describe su decisión acerca de no usar los chips Intel como uno de sus más grandes errores.

Hablando en términos relativos, las firmas de Internet tienen una historia corta. La tasa de crecimiento en ventas de una empresa típica o representativa de Internet se ha caracterizado por movimientos extremos. Esto llevó a Scott McNealy a afirmar a inicios de 2001 que “el Internet estaba apenas comenzando, se había promocionado muy poco, tenía niveles bajo de utilización y le faltaba mucho por desarrollar”. Su opinión era que “estaban ante el negocio más prometedor de la historia, algo sin precedentes y que las oportunidades de crecimiento eran, sencillamente, impresionantes”.

McNealy creía que la Internet había impregnado cambios fundamentales en la economía de los Estados Unidos, y, que era crítica para la mayoría de las empresas. Un razonamiento basado en la representatividad puede conducir a alguien a concluir que debido al importante crecimiento de la Internet en la economía, y debido al evidente giro que dió a las condiciones del mundo de los negocios, entonces por eso, la economía de E.U., en su conjunto, experimentaría el mismo comportamiento. En este caso, pensamientos basados en la representatividad llevaron a McNealy a concluir que el ciclo de negocios de E.U. sería de expansión en vez de contracción.

Durante la época más exitosa de la empresa, las ganancias alcanzaban tasas del 50% por trimestre, muy por encima de sus principales competidores: Microsoft, Dell e Intel. Esta tasa no tenía una base sostenible ni permanente. Para formular pronósticos futuros, la pregunta era: ¿cómo ajustar ese porcentaje del 50%?. Si los ejecutivos de Sun estaban anclados en ese porcentaje, aunque hicieran ajustes hacia la baja, nunca bajarían lo suficiente debido a que psicológicamente ya estaban predispuestos. Esta es la naturaleza del anclaje y, en este caso, puede contribuir a formular pronósticos de crecimiento demasiado optimistas.

La personalidad de Scott McNealy, de acuerdo a la descripción que la revista brindó de él, muestra rasgos que lo llevaron a actuar influido por las trampas que el cerebro ha desarrollado y que las FC explican ampliamente. Las decisiones sesgadas de este ejecutivo influyeron en el valor de la empresa. El precio de la acción pasó de \$ 64.00 en el año 2000 a \$ 4.00 en 2004.

2. Merck¹⁴

En 1994, Judy Lewent era la Directora Financiera de Merck & Co., y, considerada una de las más respetadas CFO en Estados Unidos. La empresa era una de las más admiradas, de acuerdo a la encuesta anual de reputación de la revista *Fortune*; este estatus lo había ganado gracias a la producción de una serie de fármacos extremadamente exitosos para el tratamiento de la presión arterial, problemas cardíacos, úlceras y colesterol. En 1999, éstas le significaron a la empresa ganancias de \$ 4,380 millones.

¹⁴ Citado por Shefrin, Hersh. “Behavioral Corporate Finance: Decisions that Create Value”. McGraw-Hill Irwin. Primera Edición. 2007

Pero en 2001 aparecía un panorama negativo para Merck, ya que las cinco drogas estrellas llegaban al final del período de protección¹⁵. En mayo de 1999, la FDA¹⁶ había aprobado un nuevo medicamento llamado Vioxx, para el tratamiento de dolores, solicitando a Merck, se hicieran nuevos estudios para establecer los efectos de este en las úlceras estomacales.

El estudio realizado, por Merck encontró que el Vioxx provocaba ataques al corazón y apoplejía. No obstante este resultado, los ejecutivos de la empresa se resistieron a aceptarlo y continuaron invirtiendo grandes sumas de dinero en la promoción y venta del producto. En 2004, otro estudio realizado por una empresa dedicada a la investigación de los efectos secundarios causados por productos farmacéuticos, obtuvo los mismos resultados. Fue hasta entonces que Merck decidió retirar el Vioxx del mercado.

El análisis de Shefrin, respecto a las decisiones sesgadas que tomó Merck, inicia con la aversión a perder, enfocándolo en el marco de una política de bajo endeudamiento, que era el caso de esta empresa.

De acuerdo a los textos tradicionales de finanzas corporativas, la deuda puede ser usada para obtener los beneficios del escudo fiscal. No obstante, muchas firmas parecen tomar menos deuda de la que los libros sugieren, con lo cual dejan de percibir tales beneficios.

La política de endeudamiento de Merck, típicamente ha sido de mantener una deuda baja; durante un período de veinte años, comprendido de 1983 a 2003 mantuvo un nivel de deuda abajo del 20% de sus activos. Esta proporción está basada en el valor en libros, es decir, en lo mostrado por los estados financieros de la empresa.

Los textos indican que las decisiones acerca del endeudamiento deben tomarse a partir de valores de mercado, más bien que del valor en libros. En este sentido, el valor de mercado del patrimonio de Merck promediaba seis veces más el valor en libros, durante el período

¹⁵ Los productos farmacéuticos normalmente reciben protección de patentes por un período de diecisiete años.

¹⁶ La “Food and Drug Administration – FDA” aprueba en Estados Unidos, todos los medicamentos nuevos y garantiza la seguridad y eficacia de los mismos.

señalado. Esto significa que, en términos de valor de mercado, la deuda de Merck era mucho más baja del 20% indicado.

En un modelo tradicional de política de endeudamiento, los gerentes hacen un balance de los beneficios del escudo fiscal contra los costos de un potencial desastre financiero, proveniente del exceso de deuda. Las firmas como Merck poseen significativos activos intangibles, específicamente en el área de Investigación y Desarrollo. Estos activos descansan principalmente en el cerebro de sus científicos y gerentes. Debido a esto, los ejecutivos de Merck estarían preocupados por la reacción que pueda causar en estos cerebros un desastre financiero, motivando la fuga de los mismos y llevándose con ellos una gran proporción de esos valiosos activos. Una preocupación de la empresa por la fuga de cerebros podría conducirla a tomar una decisión de mantener un nivel de deuda bajo¹⁷.

Esta no era una simple preocupación, de hecho tenía sus fundamentos. Después de retirar la droga del mercado, el precio de la acción de Merck cayó en más de un tercio a lo largo de los siguientes dos meses. Esta caída hizo de la firma una fuerte candidata a la adquisición y sus directores empezaron a preocuparse de que sus talentos quisieran dejar la firma. En respuesta a esta preocupación, impulsó un nuevo paquete de jugosas prestaciones para este personal, el cual incluía una indemnización que triplicaba el salario de un ejecutivo, así como bonos y paquetes con grandes beneficios para la salud. Con esto, la firma trabaja de evitar la pérdida de sus cerebros.

Este cambio en las compensaciones sugiere que hay alternativas de manejar la fuga de cerebros, es decir, no solamente por la vía de una deuda baja. Además, es importante preguntarse si a finales de los 80's y a lo largo de la década de los 90 el riesgo de desastres era razonable o solamente una preocupación exagerada. Entre 1988 y 2001, Merck tenía una factura impositiva alta sostenida un flujo de efectivo muy bueno y contaba con varias drogas súper exitosas. La tasa de 10 a 20% de liquidez y los exitosos fármacos, con

¹⁷ Shefrin, Hersh. "Behavioral Corporate Finance: Decisions that Create Value". McGraw-Hill Irwin. Primera Edición. 2007.

muchos años de protección, proveían un escenario de bajo riesgo, muy lejos de pensar o de preocuparse por una bancarrota.

Si Merck hubiera tomado más deuda a finales de los 80 e inicios de los 90, hubiera podido bajar su factura fiscal en cantidades del 60% del efectivo que manejaba. Sin embargo, reducía sistemáticamente sus proporciones de deuda entre 1988 y 1996. ¿Había algún riesgo de bancarrota que los gerentes habían percibido pero los inversionistas no? ¿o, era la motivación de esta política de endeudamiento más del tipo psicológica?

Una posibilidad es que, simplemente los ejecutivos de Merck se decidieran por una política de endeudamiento conservadora porque eran aversos al riesgo. En general, la aversión al riesgo conduce a los gerentes a rechazar el tema de la deuda, aun cuando el uso de más deuda es beneficioso para los accionistas. Psicológicamente, las pérdidas potenciales provenientes de un desastre financiero pueden amenazar mucho más que las potenciales ganancias provenientes del escudo fiscal.

En 1999 los ejecutivos de Merck observaban como el tiempo se estaba agotando debido a que, cinco de sus más exitosas drogas estaban por perder la protección. Un posible escenario era que la firma tuviera la posibilidad de encontrar nuevas drogas que las sustituyeran. En los años 90, la empresa continuó siendo una de las más admiradas en E.U., situación a la que los ejecutivos, de alguna manera, se fueron acostumbrando, y, es de suponer que ejercía una presión permanente por obtener los mismos o mejores resultados.

Es completamente posible suponer que debido a la baja en los beneficios de la empresa, los ejecutivos tuvieran dificultades de ajustarse psicológicamente de sus días de gloria pasados a situaciones contrarias a esto. Como resultado, y a partir de rentabilidades positivas obtenidas en el pasado, podrían haber pronosticado una situación de ganancias bajas y considerarlo como un escenario de pérdida, en relación a esos resultados pasados.

Después de que la FDA aprobó el Vioxx en 1999, los ejecutivos de Merck abrigaron la esperanza de que las ventas de este producto ayudarían a evitar entrar en ese dominio psicológico de las pérdidas, que en realidad serían ganancias bajas. Sin embargo, los resultados del estudio que indicó que el medicamento provocaba ataques al corazón y apoplejía, puso a los ejecutivos ante un dilema que tenía dos alternativas.

La primera: promocionar el medicamento entre un grupo reducido de pacientes que necesitaran tratar el dolor, pero que fueran sensibles a otros medicamentos que provocaban molestias estomacales, como la Aspirina y al Naproxen, y que no fueran propensos a problemas cardíacos. Esta alternativa era semejante a aceptar una pérdida segura, que en realidad era un escenario de bajas ganancias.

La segunda: tratar de ganarle a las probabilidades. Es decir, esperar que los resultados provistos por el estudio no sucedieran. Esta opción implicaba promocionar el Vioxx como un analgésico apto para un mercado global, minimizando el perfil de los efectos cardíacos que provocaba y esperar espectaculares ventas del mismo.

Cuando las personas se ven a si mismas bajo el dominio de una situación de pérdida, son mucho más propensas a aceptar el riesgo que cuando se ven bajo el dominio de ganancias. Ante la inminente finalización de la protección de sus antiguos fármacos, los ejecutivos de Merck sentían la presión de hacer de Vioxx un éxito mayor. Por lo tanto, escogieron la alternativa más riesgosa, actuando bajo la influencia del sesgo definido como aversión a una pérdida segura.

Investigadores de las Universidades de Stanford, Harvard y la Clínica de Cleveland, escribieron artículos científicos planteando mucha preocupación sobre la seguridad de Vioxx. Merck desafió estas preocupaciones y continuó promoviendo su producto como un medicamento seguro. En agosto de 2004, la Oficina de Seguridad de las Drogas de la FDA, presentó información que mostraba que altas dosis de Vioxx estaban correlacionadas con

triples riesgos de sufrir ataques al corazón o muerte cardíaca súbita. Merck respondió mediante un comunicado de prensa reiterando que el fármaco era confiable y seguro.

Entre 2000 y 2004, veintiocho millones de personas tomaron Vioxx. Después de que Merck retiró definitivamente el producto del mercado, una revista médica británica escribió que la firma debió haber tomado la decisión varios años atrás. En diciembre de 2004, los expertos estimaban que el litigio le costaría a Merck unos \$18,000 millones.

En febrero de 2005, con una votación de diecisiete a favor y quince en contra de los miembros de un panel asesor de la FDA, se recomendó que era seguro vender el Vioxx solamente en E.U., y, en la medida que su empaque fuera lo suficientemente claro y estricto en advertir los riesgos de ataques al corazón y apoplejía. Estos resultados fueron utilizados por Merck para argumentar un informe a la FDA en el cual manifestaban que estaban considerando la posibilidad de solicitar autorización para introducir el Vioxx nuevamente al mercado.

En agosto de 2005, un jurado de Texas presentó el primer veredicto de los muchos juicios que enfrentó Merck, encontrando que era responsable de la muerte un famoso corredor de maratones de 59 años de edad, quien había consumido el fármaco. La indemnización que estableció en esa oportunidad el jurado, ascendió a la suma de \$ 253 millones causando una seria preocupación a los ejecutivos de Merck. La capitalización de mercado de la firma cayó un 7.7% después de anunciar este veredicto.

Los miembros del jurado indicaron que estaban particularmente preocupados en el sentido de que los ejecutivos de Merck tenían conocimiento de los efectos negativos de Vioxx, pero tomaron acciones para ocultar esta información al público consumidor. La empresa planeaba apelar al veredicto, pero el resultado de éste por ser el primero, marcó un importante precedente para las restantes demandas que enfrentó la firma, cuyo número ascendía a 4,200 para entonces.

El 22 de agosto de 2005, *The Wall Street Journal* reportó que después de anunciado el veredicto, los analistas estimaban que el valor del litigio legal de la firma se incrementaría a \$ 30,000 millones, cuestionando la habilidad de Merck para sobrevivir en el largo plazo.

El 9 de noviembre de 2007, la sección financiera de Yahoo publicó la noticia de la finalización del litigio, indicando que la firma pagaría \$ 4,850 millones para dar por terminadas miles de demandas enfrentadas por los efectos del fármaco, en lo que se puede considerar el litigio más grande que jamás se ha visto en la industria farmacéutica.

Fueron 47,000 demandas personales y aproximadamente 265 colectivas, presentadas por personas y familiares que reclamaban resultados fatales debido al consumo del producto. Para septiembre 30 de 2007, Merck había reservado un total de \$ 1,900 millones para gastos legales. Al final gastó un total \$ 1,200 millones.

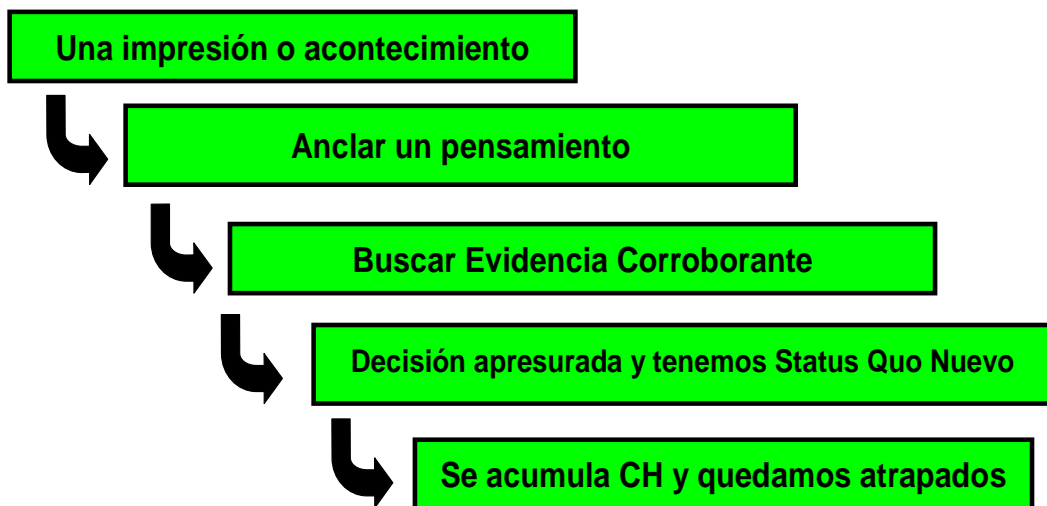
IV. Interacción de los Sesgos y Medidas para controlarlos.

1. *Actúan Concertadamente*

Todas las decisiones financieras que se toman en el día a día de una empresa, requieren de un esfuerzo intelectual. Lamentablemente la mente de las personas siempre está funcionando de modos que, a veces, en vez de ayudar, perjudica. En cada una de las etapas de la toma de decisiones, las percepciones erradas, los sesgos y otras trampas del cerebro pueden influir en las decisiones que los ejecutivos realizan.

Cuanto más complejas e importantes son las decisiones, más vulnerables son a ser distorsionadas pues involucran una gran cantidad de supuestos, estimaciones y la participación de mayor número de personas. Mientras más alto es lo que está en juego, más alto es el riesgo de que nos veamos atrapados en nuestros sesgos psicológicos.

Los sesgos que se han descrito pueden actuar de manera aislada, sin embargo, lo más peligroso es que actúan concertadamente.



Puede iniciar con una impresión fuerte, dramática, motivada por algún acontecimiento. Esto ancla nuestro pensamiento que luego busca de forma selectiva información que apoye nuestro punto de vista y que por lo tanto confirme lo que deseo. A partir de esto se toman decisiones apresuradas y una vez tomadas, se adquiere un statu quo, llevándonos a acumular costo hundido.

A medida que esto sucede, quedamos atrapados y somos incapaces de encontrar el momento para tomar una decisión que nos conduzca a un nuevo rumbo y empezar seguramente con mejores perspectivas y por lo tanto llegar a mejores resultados.

El caso de Sun Microsystems y su CEO Scott McNealy, evidencian que los sesgos actúan de manera concertada, y que, uno lleva al otro, generando una cascada de la que después es más difícil salir.

2. *Medidas para evitar los sesgos*

De acuerdo a los estudiosos de las FC, los fenómenos psicológicos que afectan la toma de decisiones son sistemáticos y persistentes. Su incidencia varía de persona a persona, pero las reacciones son similares a través de los diferentes grupos.

Reducir la susceptibilidad a los sesgos y a los efectos de marco, constituye un enorme reto. Los psicólogos han demostrado repetidas veces que aunque las personas reconozcan sus errores y sesgos, no necesariamente experimentan un cambio automático en su comportamiento. Por el contrario, tienden a mostrar mayor resistencia al cambio. Esto no significa que las personas no pueden aprender a controlar y disminuir los errores, mas bien, pueden aprender. Sin embargo, el aprendizaje es lento y la tarea de evitar los sesgos requiere de un gran esfuerzo.

Evitar los sesgos es más difícil en algunas situaciones que en otras. Cuando existe una retroalimentación rápida y clara sobre los resultados de las decisiones tomadas, se propician esfuerzos por controlar los sesgos; a diferencia de aquellas situaciones en donde la retroalimentación es lenta y los resultados son influidos por varios factores. Desafortunadamente, muchas de las tareas de las finanzas corporativas se caracterizan por largas demoras entre el momento en el cual se toma la decisión y el momento en el que ocurren los resultados.

La mejor protección que un ejecutivo puede tener ante los sesgos o trampas psicológicas, ya sea que actúen aisladas o en conjunto, es tomar conciencia de que esos fenómenos existen. Prevenir es armarse con anticipación. Aun cuando no se puedan erradicar las distorsiones arraigadas en la forma en la que funciona nuestra mente, se pueden incorporar pruebas y algunas disciplinas al proceso de toma de decisiones con lo cual se pueden revelar errores de pensamientos antes de que estos se conviertan en errores de juicio.

El tomar medidas para comprender y controlar los sesgos psicológicos puede tener el beneficio adicional de aumentar la confianza en las elecciones que los ejecutivos toman, ya que, identificando los sesgos, puede arbitrarse, lo cual significa que se puede tomar ventaja de un negocio para lograr mejores decisiones y obtener resultados más ventajosos.

Algunos consejos o recomendaciones que proporcionan los expertos que han estudiado las FC, se presentan a continuación.

Ante la trampa del anclaje:

- Siempre vea cada problema desde distintas perspectivas. Intente usar puntos de partida y enfoques alternativos en lugar de apegarse a la primera información y/o pensamiento que le llegue al cerebro.
- Piense usted mismo en el problema antes de consultar a otros, para evitar anclar a otros y que éstos puedan ayudar a un análisis más objetivo.
- Tenga una mentalidad abierta. Buscar información y opiniones de diversas personas para ampliar el marco de referencia y para que la mente tome nuevas direcciones.
- Cuidarse de y evitar anclar a otros. Al pedir un consejo a otros, hay que contar lo menos posible sobre el problema, evitando revelar información que ancle a los otros. Si se revela mucho, probablemente se le devuelvan las propias percepciones.
- Ser particularmente cauteloso con las anclas en los negocios. Estas pueden ser usadas en dos vías. Considere con mucha cautela su posición antes de que comience cualquier negociación para evitar quedar anclado ante la propuesta de la otra parte. Al mismo tiempo procure usar trampas para su propio beneficio; por ejemplo, un vendedor puede sugerir un precio inicial alto, pero defendible como jugada de apertura. Ésto es arbitrar.

Ante el Statu Quo:

- Recordar siempre los objetivos y examinar como podrían ser satisfechos por el SQ. Tal vez se llegue a descubrir que hay elementos en la situación actual que obstaculizan los objetivos propuestos
- Nunca pensar en el SQ como la única alternativa. Identificar otras opciones y usarlas como contrapesos, evaluando cuidadosamente todas las ventajas y desventajas que ofrecen.
- Preguntarse si se elegiría la alternativa del SQ, si ésta no fuera en realidad el SQ.
- Evitar exagerar el esfuerzo y el costo involucrados en cambiarse desde el SQ.
- El deseo de tener un SQ cambiará con el tiempo, por lo tanto, al evaluar alternativas debe hacerse en términos del futuro como del presente.
- Si se tiene varias alternativas que son superiores al SQ, es necesario obligarse a elegir.

Ante el sesgo del Costo Hundido.

- Buscar y escuchar con atención las opiniones de otras personas que no hayan estado involucradas en las decisiones anteriores y que, por lo tanto, es menos probable que estén comprometidas con ellas.
- Examinar por qué nos aflige admitir un error previo. Si el problema radica en la autoestima herida, es mejor abordarlo de frente. No debe olvidarse que aun las elecciones más inteligentes pueden tener malas consecuencias por motivos ajenos al que las tomó; los mejores y más experimentados ejecutivos no son inmunes a errores de juicio. Warren Buffett, dice estas sabias palabras: “cuando usted se encuentre en un pozo sin fondo, lo mejor que puede hacer es dejar de cavar”.¹⁸
- Estar pendiente de la influencia de esta trampa en las decisiones y recomendaciones de los subordinados. Cuando sea necesario, debe reasignarse responsabilidades.

¹⁸ Citado por John S. Hammond, Ralph L. Keeney y Howard Raiffa, en el artículo “Las Trampas ocultas en la Toma de Decisiones”. De: *“Toma de Decisiones. Lo Mejor de Harvard Business Review”*. Enero 2006.

- No fomentar una cultura de temor al fracaso que lleve a los empleados a perpetuar sus errores. Debe evaluarse tanto la calidad de la toma de decisiones, como la calidad de los resultados.

Para la trampa de la Evidencia Corroborante.

- Verificar siempre que se está examinando toda la evidencia con el mismo rigor. Hay que cuestionar.
- Pedirle a alguien por quien se sienta respeto que juegue el papel de abogado del diablo, para que argumente en contra de lo que se está decidido a hacer.
- Ser honesto consigo mismo en cuanto a las motivaciones. ¿realmente se está reuniendo información para ayudar a una decisión inteligente o solamente se busca información que confirme lo que ya previamente se ha decidido.
- Al buscar ayuda de otros evitar hacer preguntas que den pie a evidencia corroborante.
- Si descubre que un asesor siempre apoya su punto de vista, es recomendable buscar otro.

Ante la trampa del marco de referencia.

Un problema mal enmarcado puede socavar aun la decisión mejor evaluada. Para limitar los efectos negativos del marco de referencia, se puede tomar las siguientes precauciones.

- No aceptar automáticamente el marco inicial, ya sea que lo haya planteado uno mismo u otra persona. Siempre se debe tratar de volver a enmarcarlo. Hay que buscar distorsiones.
- Intentar plantear los problemas de una manera neutral y redundante, que combine ganancias y pérdidas o que adopte distintos puntos de referencia.
- Pensar detenidamente a lo largo de todo el proceso de toma de decisiones, en el marco del problema. En distintos momentos del mismo; especialmente, al acercarse al final, es recomendable preguntarse cómo se cambiaría si se cambia el marco.

- Cuando otros recomienden decisiones, examinar el modo en el que enmarcaron el problema. Hay que desafiarlos con marcos distintos.

V. Conclusiones y Recomendaciones

El campo de las FC es bastante nuevo y para muchos es muy poco conocido; sin embargo, el estudio y análisis del mismo resulta fascinante al descubrir cómo el ser humano toma decisiones de una forma desconcertante, de tal forma que, se comporta de manera irracional y totalmente impredecible debido a la influencia de los fenómenos en la toma de decisiones de las personas en todos los niveles del diario vivir, y, particularmente en el interesante mundo de las finanzas.

El trabajo realizado permite presentar las siguientes conclusiones y recomendaciones, las cuales se derivan de la lectura y análisis de los fundamentos de las FC y de las experiencias que los textos y papers documentan respecto a casos en los que se ha identificado claramente los efectos psicológicos en la toma de decisiones.

- El estudio de las FC es una invitación a pensar de manera diferente respecto a la toma de decisiones. La identificación de los sesgos psicológicos, a los que todo ser humano está expuesto, es clave para tomar conciencia y, por lo tanto, medidas concretas que mejoren la calidad de las decisiones que se toman.
- En cualquier lugar y/o circunstancia en donde se tengan que tomar decisiones financieras están presentes las FC. No se puede negar que los fenómenos psicológicos influyen a los gerentes y altos ejecutivos al momento de tomarlas. Un profesional que ha identificado los sesgos propios y los de otros tiene amplias ventajas, puede arbitrar y por lo tanto tomar decisiones más acertadas con los correspondientes resultados positivos, tanto a título personal como de la empresa.

- El ser humano no es tan racional como la teoría financiera tradicional afirma. Prestigiosos estudios y experimentos realizados han demostrado que al momento de tomar decisiones, las personas siempre buscan acortar camino hacia los resultados esperados, lo que los lleva a adoptar comportamientos especiales, muy influidos por sus características de personalidad y, por lo que la psicología denomina atajos o trampas del cerebro.
- Es prácticamente imposible eliminar las trampas del cerebro, son parte de la naturaleza indisociable del ser humano, integrada por la mente y el cuerpo. Sin embargo, las FC invitan a identificarlas y atacarlas y de esta forma disminuir la influencia de ellas y mejorar la calidad de las decisiones que se toman. “Prevenir es armarse con anticipación”.
- Los gerentes están llamados a tomar conciencia, identificar estas trampas y tomar medidas al respecto. Es necesario que los CEOs comprendan, entiendan y acepten la importancia y el impacto de la psicología en su propia gestión y en el entorno que les rodea. La toma de decisiones es una tarea a la cual se enfrentan diariamente, de ahí que es recomendable establecer un mecanismo de mejora permanente en la que se pueden considerar algunos elementos tales como:
 - Recurrir a la asesoría de los colegas de más altos niveles de confianza.
 - Integrar y apoyar equipos de trabajo para ampliar el marco de análisis.
 - Apoyar la planificación y organización de los eventos para evitar la toma de decisiones apresurada.
 - Impulsar mecanismos de análisis y revisión exhaustivos, recurriendo a las herramientas teóricas, así como a tecnología de punta con la que actualmente cuenta el campo de las finanzas.

Referencias Bibliográficas.

Bernstein, Peter L. “Capital Ideas: From the Past to the Future”. *Financial Analyst Journal*. Nov/Dec. 2005. Traducciones de la MAF/UES.

Hammond, John S., Keeney, Ralph L., and Rafia, Howard. “Las Trampas Ocultas en la Toma de Decisiones”. De: “Toma de Decisiones. Lo Mejor de Harvard Business Review”. Enero 2006.

Hilsenrath, John E. “La Teoría de que los mercados siempre aciertan a largo plazo pierde adeptos”. *The Wall Street Journal*, October 18, 2004 6:53 p.m.

Nofsinger, John R. “La Locura de la Inversión”. *Financial Times/ Prentice Hall*. 2002.

Ritter, Jay R., Cordell Professor of Finance. “Behavioral Finance”. University of Florida. Paper publicado en internet. Septiembre 2003.

Roxburgh, Charles. “Las Fallas Ocultas de la Estrategia”. Tomado de “Hidden Flaws in Strategy”. *The McKinsey*, 2003. Traducción Libre de la MAF / UES.

Scott, James, Stumpp, Mark, and Xu, Peter. “Behavioral Bias, Valuation and Active Management”. *Association for Investment and Management Research*. July/August 1999.

Shefrin, Hersh. “Behavioral Corporate Finance: Decisions that Create Value”. McGraw-Hill Irwin. Primera Edición. 2007

Shefrin, Hersh. “Beyond Greed and Fear” published by Oxford University Press, Inc. 2002.

Statman, Meir. “Behavioral Finance: Past Battles and Future Engagements”. 1999, *Association for Investment and Management Research*. November/December 1999.

ANEXOS

ANEXO No. 1

Cuadro 1.
Cómo la psicología afecta las decisiones financieras.

Fenómeno Psicológico	Ejemplo de una decisión financiera equivocada	Resultados para la Firma
Sesgos 1. Optimismo excesivo 2. Exceso de Confianza 3. Evidencia corroborante 4. Ilusión de control	1. Se retrasa el recorte de costos cuando hay recesión en los negocios 2. Se hacen adquisiciones inferiores cuando el efectivo abunda 3. Ignorar la información que confronta el punto de vista actual 4. Se sobreestima el grado de auto control	1. Ganancias bajas 2. Se reduce el valor de la firma porque se subestima el riesgo 3. Bajas ganancias debido a que se retrasa la reacción de cambiar el ambiente 4. Se incurre en costos más altos de lo necesario
Heurística 1. Representatividad 2. Información Disponible 3. Anclaje 4. Afecto	1. Selección de proyectos equivocados basados en pronósticos sesgados 2. Selección de proyectos equivocados basados en pronósticos sesgados 3. Quedarse fijado en un número y ajustarlo insuficientemente 4. Depender de los instintos antes que de una evaluación y análisis formal u objetivo	1. Se reduce el valor de la firma por un VPN no maximizado 2. Se reduce el valor de la firma debido a un mal cálculo de las prioridades y los riesgos 3. Reducción del valor de la firma debido a pronósticos de crecimiento sesgados 4. Reducción del valor de la empresa debido a proyectos adoptados de VPN negativo.
Efectos del Marco de Referencia. 1. Aversión a perder 2. Aversión a una pérdida segura	1. Las pérdidas parecen tan grandes o del mismo tamaño que las ganancias 2. Desperdiciar “buen dinero” después de “dinero malo” en proyectos perdedores	1. Pérdida de los beneficios del escudo fiscal debido a la aversión a la deuda. 2. Se reduce el valor de la firma debido a una decisión de VPN negativo.

Fuente: Shefrin, Hersh. “Behavioral Corporate Finance: Decisions that Create Value”.

